

# Investimentos e o Mercado de Capitais Brasileiro: A Transição para o Longo Prazo\*

Luciano G. Coutinho\*\*

1º de novembro de 2007

Muitos economistas têm buscado explicar por que o sistema financeiro brasileiro continua subdesenvolvido e pouco profundo mais de dez anos após a implementação do Plano Real, em julho de 1994.

Com efeito, o mercado financeiro brasileiro persiste focado nos curto e curtíssimo prazos – um resquício dos tempos de inflação elevada e altamente volátil –, com liquidez relativamente concentrada em poucos ativos e especializado em financiar o setor público. Desse modo, “longo prazo”, no mercado financeiro brasileiro, ainda é sinônimo de um ano ou um pouco mais que isso, o que constitui claramente uma anomalia, especialmente do ponto de vista das decisões de investimento de empresas e famílias. Ademais, o desenvolvimento das novas modalidades de divisão de riscos e instrumentos de *hedge* – derivativos, especialmente – permanece relativamente truncado, quando comparado ao estágio já alcançado em outras economias em desenvolvimento.

Essa situação reflete uma estabilização macroeconômica ainda em processo recente de consolidação. Entendemos por estabilização a obtenção, de forma sustentada, de taxas de inflação baixas, pouco voláteis e razoavelmente previsíveis (esta última característica está intimamente relacionada às duas anteriores).

---

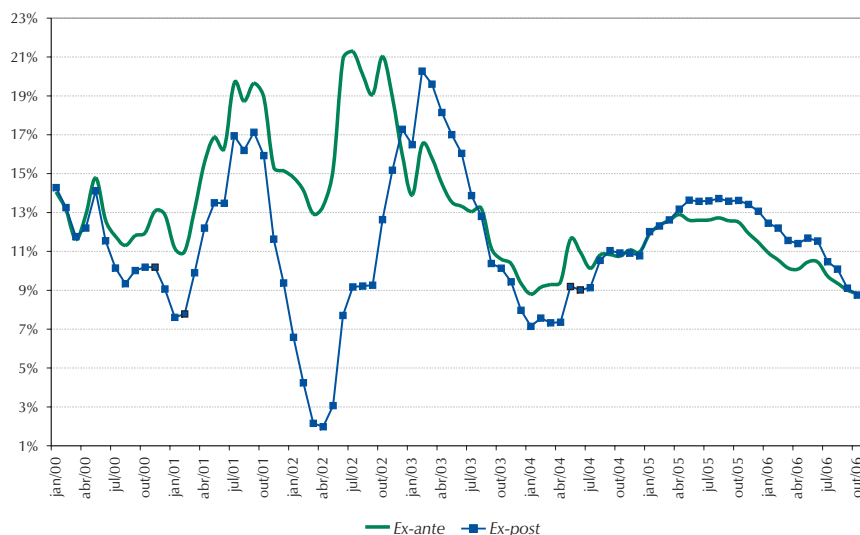
\* Este informe é parte de um artigo realizado em co-autoria com Bráulio Lima Borges, a ser publicado em 2007 pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp).

\*\* **Presidente do BNDES.**

É possível demonstrar que esses requisitos somente foram alcançados pela economia a partir de meados de 2005. Até então, a incerteza inflacionária ainda era muito elevada, como decorrência da grande vulnerabilidade externa da economia. O principal reflexo dessa situação era uma taxa de câmbio nominal extremamente suscetível a mudanças no humor nos mercados, com impactos desestabilizadores sobre a inflação doméstica.

Isso pode ser depreendido a partir da comparação entre as taxas de juros reais esperadas, ou *ex-ante*, e as efetivas, ou *ex-post*, no mercado financeiro doméstico no período 2000-2005.<sup>1</sup> Em média, o juro real *ex-post* foi 2,2 pontos percentuais inferior ao *ex-ante*. Além disso, foram pouquíssimos os períodos em que a taxa *ex-post* superou a taxa *ex-ante* (como pode ser visto no Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**Swap 365 dias deflacionado pelo IPCA (em % ao ano)**



Fontes: Andima e Banco Central do Brasil.

<sup>1</sup> Os dados de expectativa de inflação para os próximos 12 meses somente passaram a ser coletados pelo Banco Central (BC) a partir de novembro de 2001. Desse modo, foi construída uma série de expectativas para os próximos 12 meses, para o período de janeiro de 2000 a outubro de 2001, a partir das projeções coletadas pelo BC para a inflação no ano-calendário e dos fatores sazonais do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Essa “frustração” quase que sistemática de juros reais *ex-ante* decorreu basicamente de surpresas inflacionárias desfavoráveis, produzindo inflação mais alta do que se esperava. Tais surpresas foram decorrentes de movimentos não antecipados de acentuada depreciação cambial nominal, em um contexto no qual a economia brasileira ainda apresentava elevada vulnerabilidade em suas contas externas<sup>2</sup> (ver Tabela 1).

**Tabela 1**  
**Indicadores de Solvência Externa**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 <sup>(p)</sup>
Conta corrente/PIB (%)								
Brasil (a)	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,2	0,9
Outros emergentes (b)	2,0	1,5	1,8	2,3	1,7	2,7	2,1	0,6
Reservas/Dívida externa (%)								
Brasil (a)	15,2	17,1	18	22,9	26,3	31,7	50,8	103,4
Outros emergentes (b)	37,7	43,3	51,4	63,4	75,5	87	99,8	104,8
Dívida externa/Exportações								
Brasil (a)	3,9	3,6	3,5	2,9	2,1	1,4	1,2	1,1
Outros emergentes (b)	1,2	1,2	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7
Dívida externa/PIB								
Brasil (a)	33,7	37,9	41,7	38,9	30,3	19,2	15,8	13,2
Outros emergentes (b)	35,4	34,8	34,8	34,1	31,2	27,6	25,4	23,3

Fontes: BCB e JP Morgan, estimativas e projeções da LCA.

(a) Já considera o PIB com nova metodologia, divulgado pelo IBGE em março de 2007.

(b) Média simples dos indicadores de México, Venezuela, Coréia do Sul, Índia, China, Turquia, Rússia, Polônia e África do Sul.

(p) Projeção.

<sup>2</sup> Alguns poderiam apontar que, em 2004, a principal razão para a “surpresa” inflacionária poderia ter sido o expressivo choque internacional de preços de várias *commodities* (como metais e petróleo), o superaquecimento da economia doméstica e, até mesmo, o “choque” tributário com o início da cobrança da Cofins sobre as importações em maio daquele ano. Não obstante, a mera expectativa de que o *Federal Reserve* nos Estados Unidos voltaria a elevar a *Fed Funds Rate*, depois de mais de seis meses com ela parada em 1% ao ano, foi suficiente para que o Real sofresse uma depreciação nominal de quase 9% entre fevereiro e maio daquele ano. Assim, caso a percepção de risco da economia brasileira fosse menor, a trajetória de apreciação da taxa de câmbio que vinha sendo observada desde o início de 2003 não teria sido interrompida, compensando, assim, os vários choques desfavoráveis sobre a inflação, e não os exacerbando.

A partir do final de 2004, as expectativas de inflação passaram a ser sistematicamente menores que a inflação observada. Nesse quadro, é importante destacar que 2005 foi o primeiro ano em que uma meta de inflação estabelecida quase dois anos e meio antes foi cumprida. Esse feito se repetiu em 2006 e pode ser considerado como um evento quase certo também em 2007 (ver Tabela 2). Isso constitui um forte indício de que o marco da estabilidade macroeconômica brasileira deve ser estabelecido apenas a partir de 2005/2006, como resultado do robustecimento da posição externa do país, com conseqüente redução da volatilidade da taxa de câmbio (ver Tabela 1, novamente).

**Tabela 2**  
**Metas de Inflação**

Ano da publicação da resolução do CMN	Ano de referência	Centro da meta – IPCA, em %*	Intervalo de tolerância em pontos percentuais*	Inflação efetivamente observada, em %
1999	1999	8,0	+/-2,0	8,9
1999	2000	6,0	+/-2,0	6,0
1999	2001	4,0	+/-2,0	7,7
2000	2002	3,5	+/-2,0	12,5
2001	2003	3,3	+/-2,0	9,3
2002	2004	3,8	+/-2,5	7,6
2003	2005	4,5	+/-2,5	5,7
2004	2006	4,5	+/-2,0	3,1

Fonte: BC.

\*Correspondem aos primeiros valores estabelecidos pelo CMN.

Em razão do fortalecimento de seus fundamentos macroeconômicos, o Brasil está muito próximo do grau de investimento. Como apontado por Garcia e Salomão (2006), a obtenção do *investment grade* junto às agências classificadoras de risco foi um importante ingrediente para o desenvolvimento financeiro em economias emergentes que passaram por um processo de “construção” dos alicerces da estabilidade macroeconômica semelhante àquele pelo qual o Brasil vem passando nos últimos anos.

Aliás, a obtenção do *investment grade* (e também a iminência da sua consecução) não poderia vir em melhor momen-

to, do ponto de vista do desenvolvimento financeiro brasileiro, especialmente do mercado de capitais. Como apontado por Caballero (2006), o mundo hoje vive um ciclo de “déficit” de ativos financeiros, isto é, a oferta de ativos confiáveis (ou seja, de baixo risco) não tem sido suficiente para atender à forte e crescente demanda por reserva de valor (alavancada por endividamento) por parte das famílias, das empresas, dos governos (principalmente emergentes asiáticos e exportadores de petróleo), das empresas de seguro (inclusive fundos de pensão) e por parte de outros intermediários financeiros em geral.

Essa demanda “insatisfeita” por ativos financeiros em escala global – característica de um ciclo vigoroso de acumulação financeira – poderia ser aproveitada para acelerar o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. Cabe à política econômica zelar para que o acesso facilitado a fontes de recursos externos de longo prazo atue como fator de estímulo, e não de inibição, ao desenvolvimento de fontes domésticas adequadas ao financiamento de longo prazo – papel, por excelência, dos fundos de pensão e seguradoras.

### As Perspectivas São Promissoras

Dois fatores estão impulsionando a queda da taxa de juros real de médio e longo prazos brasileira para cerca de 4,5% a 5,5% a.a. nos próximos anos.<sup>3</sup> De um lado, está a forte queda do risco soberano, medido pelo EMBI+, que passou de cerca de 420 pontos-base em janeiro de 2005 para cerca de 150 pontos-base em junho de 2007, refletindo primordialmente o fortaleci-

---

<sup>3</sup> Em uma pequena economia aberta com mobilidade perfeita de capitais, a teoria econômica estabelece que a taxa de juros real de médio e longo prazos doméstica deve ser aproximadamente igual à taxa de juros real internacional livre-de-risco de maturidade semelhante acrescida da expectativa de depreciação da taxa de câmbio real e efetiva doméstica e do risco-país (identidade conhecida como paridade real de juros). Os parâmetros utilizados na conta apresentada acima foram: juro real internacional de 2% a 3% a.a. e risco-país em torno de 150 pontos-base. Acrescentamos, de maneira arbitrária, cerca de 1 ponto percentual às taxas obtidas no exercício acima tendo em vista o fato de que a mobilidade de capitais, no mundo real, é imperfeita.

mento expressivo das contas externas. De outro, existe a expectativa de uma taxa de câmbio real e efetiva relativamente estável no médio e longo prazos, indicando que a taxa de juros real de médio e longo prazos brasileira tem espaço para chegar a cerca de 4,5% a 5,5% a.a. nos próximos anos. De fato, de alguns meses para cá o Tesouro Nacional já tem conseguido emitir papéis de longo prazo denominados em reais com juros nominais abaixo de 9%.

Se essa perspectiva de juros substancialmente mais baixos se confirmar, a dinâmica do endividamento interno pode evoluir de forma mais favorável, ainda que não seja efetuado um esforço fiscal adicional. Apesar de continuar entre os mais altos no mundo, o juro real brasileiro já mostrou expressivo recuo desde meados de 2006 e deverá seguir caindo em 2007 e nos anos seguintes. Isso deverá fazer com que o encargo anual com o pagamento de juros sobre a dívida pública se reduza para cerca de 5% do PIB ainda em 2007, contra 6,9% em 2006 e cerca de 7% entre 1998 e 2006, e para cerca de 3,5% a 4% do PIB em 2008 e 2009, respectivamente. Isso significa que, mantido um superávit primário de 3,3% do PIB para o setor público consolidado não-financeiro (o que equivaleria a 3,75%, considerando o PIB com a antiga metodologia), o déficit nominal brasileiro deverá ser de aproximadamente 2% do PIB em 2007.

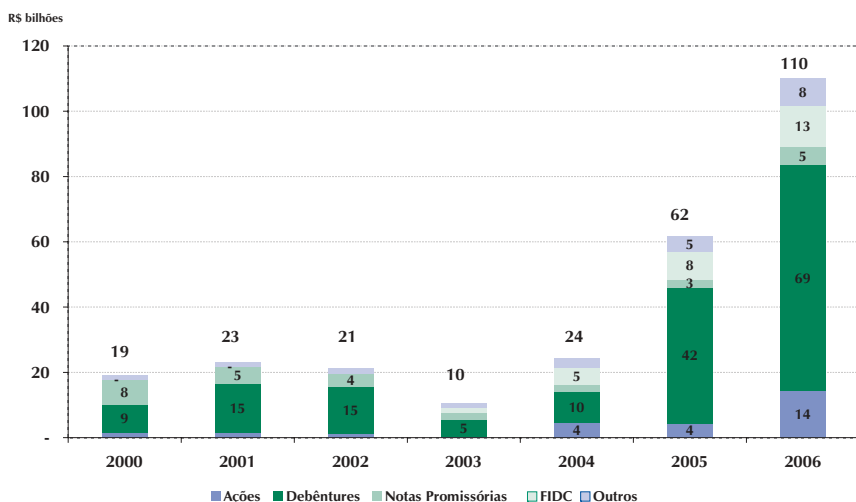
Nos anos seguintes, tende a se aproximar de zero, interrompendo e mesmo revertendo a tendência de alta da dívida mobiliária interna. Em outras palavras, a significativa redução da velocidade de expansão da dívida mobiliária interna (num contexto de juros cadentes e de crescimento mais firme do PIB) vem abrindo espaço crescente para o desenvolvimento do crédito privado e do mercado de capitais.

De fato, a partir de 2004, é isso que vem ocorrendo. Desde então, o crédito bancário ao setor privado passou a crescer a taxas elevadas – superiores, em média, a 20% a.a. Ao final de 2006, os saldos desses empréstimos atingiram 30% do PIB, seu nível mais alto em uma década. Nesse mesmo período, o mercado de capitais também se expandiu a taxas elevadas. Como se observa no Gráfico 2, o valor dos lançamentos de títulos e valo-

res mobiliários passou de R\$ 24 bilhões, em 2004, para R\$ 62 bilhões, em 2005, e atingiu R\$ 110 bilhões ao final de 2006, graças, principalmente, ao desempenho das debêntures, ações e dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC).

## Gráfico 2

### Mercado de Capitais: Emissões Primárias a Preços Correntes



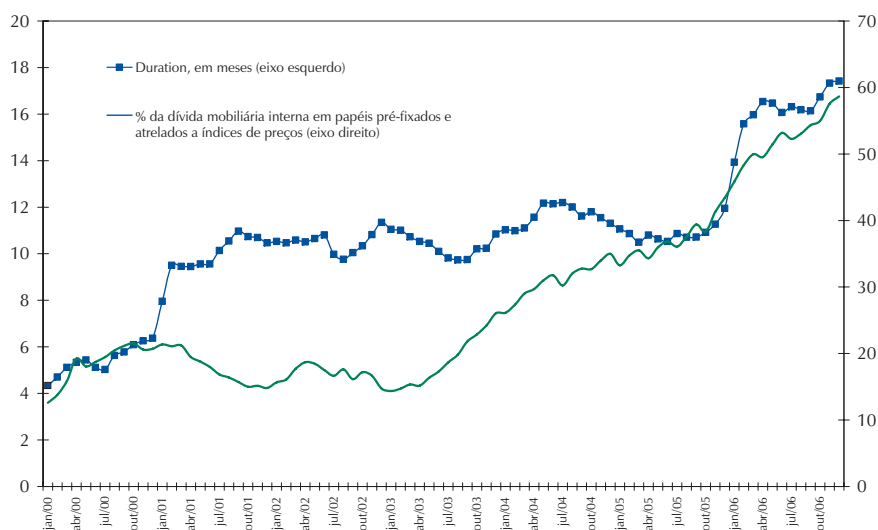
Fonte: CVM.

As perspectivas atuais de melhora das contas públicas, especialmente no que toca ao endividamento interno, e da continuidade da redução da taxa de juros real já vêm implicando uma melhoria sensível do perfil da dívida mobiliária doméstica, como pode ser visto no Gráfico 3.

Por fim, a manutenção do controle fiscal e o impulso continuado ao desenvolvimento do sistema financeiro com juros cada vez mais baixos, no contexto de uma posição externa robusta, deverão atuar no sentido de reduzir a volatilidade do crescimento econômico ao permitir a expansão de decisões privadas de investimento de forma sustentada. Com efeito, a redução da taxa real de juros de longo prazo, com redução concomitante dos

prêmios de risco-país e desenvolvimento de uma estrutura a termo consistente, induzirá uma queda da taxa interna de retorno requerida pelo investimento produtivo, alargando a fronteira de possibilidades de inversão privada.

**Gráfico 3**  
**Indicadores de Solvência da Dívida Pública Imobiliária Interna**



Fonte: STN e BCB.

## Conclusões

A estabilidade macroeconômica é indubitavelmente a principal condição necessária, embora não suficiente, para o desenvolvimento financeiro de uma economia periférica. Assim, a robustez nas contas externas, a queda da relação dívida pública/PIB, a inflação baixa e controlada e os juros em queda criaram, nos últimos anos, as bases para a consolidação da estabilidade macroeconômica. Em razão do fortalecimento de seus fundamentos macroeconômicos, o Brasil está muito próximo do grau de investimento. Essa situação cria perspectivas promissoras para o aprofundamento dos mercados de crédito e de capitais, ampliando os instrumentos de financiamento de longo prazo.



Mesmo assim, o sistema financeiro brasileiro ainda persiste focado nos curto e curtíssimo prazos (um resquício dos tempos de inflação elevada e altamente volátil), com liquidez relativamente concentrada em poucos ativos e especializado em financiar o setor público. O mesmo acontece com os fundos de pensão. Essa situação reflete o fato de a estabilização macroeconômica brasileira estar em processo de consolidação.

Esse quadro tende, no entanto, a se alterar substantivamente no futuro próximo. Se a perspectiva de juros substancialmente mais baixos se confirmar, a dinâmica do endividamento interno pode evoluir de forma mais favorável, ainda que não seja efetuado um esforço fiscal adicional. A redução da taxa real de juros de longo prazo – com redução concomitante dos prêmios de risco-país e desenvolvimento de uma estrutura a termo consistente – induzirá uma queda da taxa interna de retorno requerida pelo investimento produtivo, alargando a fronteira de possibilidades de inversão privada.

Nesse cenário, é provável que o Brasil atravesse, a exemplo do que já ocorre no resto do mundo, um ciclo de “déficit” de ativos financeiros, ou seja, a oferta de ativos de baixo risco e a taxa de retorno satisfatória não serão suficientes para atender à forte e crescente demanda por reserva de valor. Essa demanda crescente por ativos financeiros poderá ser direcionada para a expansão do mercado de capitais doméstico.

Assim, um dos principais desafios do atual ciclo de desenvolvimento financeiro é fortalecer o desenvolvimento do mercado, para que venha suprir, em maior escala, recursos de longa maturidade para investimentos em ativos fixos. Para isso, no entanto, é preciso que haja uma política consistente e persistente de apoio à formação de mercados secundários mais profundos e mais líquidos para os ativos financeiros. Esse desafio demanda uma atuação coordenada de várias instituições, destacando-se a Comissão de Valores Mobiliários, a Bolsa de Valores de São Paulo, o Ministério da Fazenda, o Banco Central, o BNDES e os demais bancos federais, e, por último, mas de grande importância, os grandes bancos privados que deveriam perfazer proativamente o papel de *market-makers*.